

**评级：增持（首次）**

市场价格：45.30

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

Email: fengsheng@zts.com.cn

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

Email: hejy02@zts.com.cn

分析师：毛奕玄

执业证书编号：S0740523020003

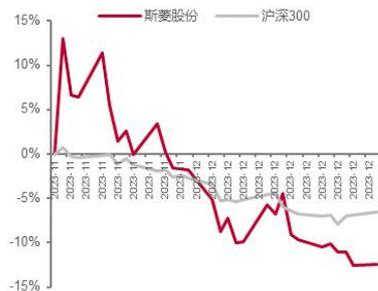
Email: maoyx@zts.com.cn

联系人：蔡星荷

Email: caixh@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	110
流通股本(百万股)	26.1
市价(元)	45.3
市值(百万元)	4,983.0
流通市值(百万元)	1,181.5

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	714.7	749.7	777.5	929.9	1,166.6
增长率 yoy%	36.0%	4.9%	3.7%	19.6%	25.4%
净利润(百万元)	90.7	122.6	146.2	181.6	233.4
增长率 yoy%	117.6%	35.2%	19.2%	24.3%	28.5%
每股收益(元)	0.82	1.11	1.33	1.65	2.12
每股现金流量	0.58	2.13	1.50	1.69	2.19
净资产收益率	23.3%	23.7%	22.9%	22.9%	23.4%
P/E	54.9	40.7	34.1	27.4	21.4
P/B	12.8	9.6	7.8	6.3	5.0

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄

**报告摘要**
**■ 轮毂轴承单元后市场领先企业，盈利能力持续提升**

售后市场领域，汽车轮毂轴承单元销量排名前列。公司主营业务为汽车轴承的研发、制造和销售业务，其中轮毂轴承类业务占比超80%。公司聚焦售后市场，业务范围覆盖全球，2022年境外收入占比约70%，并已成立斯菱泰国进行全球化布局，在全球市场也具有较高的知名度和较强市场竞争力。

业绩稳健增长，盈利能力持续提升。成长性上，2013-2022年，公司营收规模由1.2亿元增长至7.5亿元，CAGR=23.0%，归母净利润由0.02亿元增长至1.2亿元，CAGR=59.5%；盈利能力上，2013-2022年公司整体毛利率水平/净利率水平均稳定提升，毛利率由16.4%提升至26.2%，归母净利率由1.6%提升至16.3%。

**■ 行业层面：汽车后市场空间广阔，成熟市场下游行业格局集中**

以汽车轮毂轴承单元为例，全球后市场规模超500亿元，预计2026年达899.8亿元，2022-2026年CAGR=10.8%。行业特征上，由于市场需求对应汽车保有量，较新车销量更为稳定，因此受经济周期影响较小，且增长较稳。2015-2019年美国市场一直保持约4%的同比增长率（2020-21年受疫情影响波动较大）。

成熟市场下游行业格局相对集中，普遍采取全球化采购策略。在成熟的美国市场，终端服务商领域，四大连锁品牌占据约50%的独立第三方市场份额，且经营稳健，营收持续增长。以NAPA为例，2005-2022年公司营收由98亿美元提升至221亿美元，CAGR=4.9%，目前在全美境内拥有超过6000家门店，采购体系遍布全球，拥有超百家供应商。

**■ 公司层面：多重优势构筑行业护城河，新业务拓展可期**

产品+客户+全球化战略，三重优势助力汽车后市场稳扎稳打。①产品体系具备优势。目前公司总共2大类产品，型号多达5,700余种，在国内同类制造商中居于前列。其中汽车轮毂单元，公司已具备一/二/三代全产品体系，全球售后市场市占率不足2%，未来有望通过高性价比产品持续提升市场份额；②下游客户稳定性强，公司以欧美为主战场，营收占比超80%，细分客户结构中以连锁品牌为代表的独立厂商占比达46.8%；③积极推进国际化布局。2019年，斯菱泰国成立，公司出口美国的产品主要通

过斯菱泰国进行生产和销售，有助于缓释大国博弈带来的负面效应。

紧跟汽车发展趋势，积极参与前装市场，并不断扩大在新能源汽车领域的应用。①前装市场上，公司已和福田汽车、奇瑞汽车、一汽大众和上汽大通等主机客户建立交流与合作；②新能源汽车轴承市场上，公司与比亚迪、北汽、华晨新日及长安汽车等共同研发了新能源汽车轮毂轴承系列产品，并对于已经上市的新能源汽车型号的售后产品进行了储备开发。

#### ■ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 1.5/1.8/2.3 亿元，按照最新收盘价，对应 P/E 分别为 34/27/21 倍。在汽车轴承售后市场领域，公司估值水平相较可比公司较高。对此我们主要考虑到公司未来业务拓展的潜力，因此适当给予公司估值一定的溢价空间，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**宏观政治经济环境变化风险；市场竞争风险；盈利预测假设不及预期的风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

## 内容目录

<b>1、轮毂轴承单元后市场领先企业，盈利能力持续提升</b> .....	<b>- 6 -</b>
1.1 基本概况：深耕汽车轴承业务，区位优势突出 .....	- 6 -
1.2 产品体系：以汽车轮毂轴承单元为主，募投项目聚焦高端系列 .....	- 7 -
1.3 股权结构：实控人持股比例较高，员工股权激励充分 .....	- 9 -
1.4 经营情况：业绩稳健增长，盈利能力持续改善 .....	- 10 -
<b>2、行业层面：汽车后市场空间广阔，欧美地区市场结构稳定</b> .....	<b>- 13 -</b>
2.1 全球汽车轮毂轴承单元市场规模超 500 亿元 .....	- 13 -
2.2 成熟市场下游行业格局相对集中，且普遍采用全球采购策略 .....	- 15 -
<b>3、公司层面：多重优势打造后市场行业护城河，新业务拓展可期</b> .....	<b>- 17 -</b>
3.1 产品+客户+全球化战略，三重优势助力汽车后市场稳扎稳打 .....	- 18 -
3.2 前装市场协同发展，新能源车轴承大有可为 .....	- 21 -
<b>4、盈利预测与投资建议</b> .....	<b>- 23 -</b>
<b>5、风险提示</b> .....	<b>- 26 -</b>

## 图表目录

图表 1 : 公司发展历程 .....	- 6 -
图表 2 : 两次并购事件基本情况 .....	- 7 -
图表 3 : 公司主要产品在汽车中的应用位置 .....	- 7 -
图表 4 : 公司主要产品矩阵 .....	- 8 -
图表 5 : IPO 募投项目及新增产能情况 .....	- 9 -
图表 6 : 股权结构图 (截至 2023 年 9 月) .....	- 9 -
图表 7 : 主要员工持股情况 (截至 2023 年 9 月) .....	- 10 -
图表 8 : 2013 年-2023Q3 公司营业收入情况 .....	- 10 -
图表 9 : 2013 年-2023Q3 公司归母净利润情况 .....	- 10 -
图表 10 : 2013-2022 年分产品营收情况 (百万元) .....	- 11 -
图表 11 : 2013-2022 年分产品营收占比情况 (%) .....	- 11 -
图表 12 : 2013-2022 年公司海内外营收 (百万元) .....	- 11 -
图表 13 : 2013-2022 年公司海内外营收占比 (%) .....	- 11 -
图表 14 : 2013-2023Q3 公司毛利率/净利率 (%) .....	- 12 -
图表 15 : 2013-2022 年公司分产品毛利率 (%) .....	- 12 -
图表 16 : 2013 年-2023Q3 期间费用率情况 (%) .....	- 12 -
图表 17 : 2018 年-2023Q3 研发费用情况 .....	- 12 -
图表 18 : 全球汽车轮毂单元后市场规模情况 .....	- 13 -
图表 19 : 2017 年全球主要地区汽车保有量及平均车龄情况 .....	- 13 -
图表 20 : 美国新车/二手车销售情况 .....	- 14 -
图表 21 : 美国汽车后市场增长情况 .....	- 14 -
图表 22 : 获授权经销商与 IAM 门店对比 .....	- 15 -
图表 23 : 汽车服务业价值链 .....	- 15 -
图表 24 : 美国汽车后市场结构 .....	- 15 -
图表 25 : 美国汽车后市场服务商结构 .....	- 15 -
图表 26 : 美国四大连锁在独立售后体系的市占率情况 .....	- 16 -
图表 27 : 美国四大汽配连锁营收增速情况 .....	- 16 -
图表 28 : 美国四大汽配连锁净利润率情况 .....	- 16 -
图表 29 : 中国汽车零部件出口情况 .....	- 17 -
图表 30 : 2022 年全球汽车零部件供应商百强分布 .....	- 17 -
图表 31 : 公司核心技术基本情况 .....	- 19 -
图表 32 : 2020-2022 年公司主营业务收入按客户结构分类情况 .....	- 19 -
图表 33 : 2020-2022 年公司境外销售分区域营收情况 .....	- 19 -

图表 34 : 2020-2022 年公司前 5 大客户情况 .....	- 20 -
图表 35 : 2020-2022 年公司向美国市场销售金额按原产地划分情况 .....	- 21 -
图表 36 : 公司与整车厂及整车厂供应商共同研发的项目情况 .....	- 22 -
图表 37 : 公司已开发完成的新能源汽车相关产品型号数量 (截至 2022 年末) .....	- 23 -
图表 38 : 2019-2025E 业务拆分及预测表 (单位: 百万元) .....	- 25 -
图表 39 : 可比公司估值情况 .....	- 26 -

## 1、轮毂轴承单元后市场领先企业，盈利能力持续提升

### 1.1 基本概况：深耕汽车轴承业务，区位优势突出

公司成立于2004年，已入选国家专精特新“小巨人”企业名单。公司主营业务为汽车轴承的研发、制造和销售业务，其中轮毂轴承类占比超70%。公司聚焦售后市场，业务占比约85%。在售后市场领域，公司的轮毂轴承单元产品销售额在国内同类企业中排名前列。业务范围覆盖全球，2022年境外收入占比70%，在全球市场具有较高的知名度和较强市场竞争力。

回顾公司发展历程，主要经历了**初创发展、转型发展、快速发展、开拓发展和全面发展**5个阶段。其中重要时间节点有：2004年公司成立，主要产品包括双列轮毂轴承、第二代/三代汽车轮毂轴承单元等；2006年开始，公司通过积极参加全球大型汽配展会直接对接境外客户，实现了销售模式从依赖贸易商的单一化向多元化转型发展；2010年，公司进行了一系列生产线的自动化改造和生产工艺技术的升级，开发并生产了第二/三代轮毂轴承单元；2015年，公司在新三板挂牌，首次进入资本市场；2017年，公司收购优联轴承，将其离合器、涨紧轮及惰轮轴承产品系列纳入公司产品体系；2019年，公司收购开源轴承，整合其团队、产品和销售渠道，完成了北美、欧洲、亚洲等境外主要市场销售渠道的全覆盖；2019年，子公司斯菱泰国成立，主营业务为轴承的生产、销售，公司出口美国的产品接近90%由斯菱泰国进行生产和销售。2023年9月，公司于创业板上市。目前公司已建立起现代化的治理模式，完善了生产、供应、销售和研发体系，进入全面发展阶段。

图表 1：公司发展历程



来源：招股说明书，中泰证券研究所

**区位优势突出，积极并购实现规模扩张。**公司地处中国轴承之乡——浙江绍兴新昌县，新昌县及周边地区拥有良好的汽车零部件制造产业集群效应，上下游配套体系完善。区域内不仅有三花智控、五洲新春、日发精机等知名企业，截至2022年6月区域内更有不同规模的轴承企业600余家，从业人员超3万人，轴承年销售额超100亿元。突出的区位优势助力公司在2017年、2019年成功并购优联轴承、开源轴承，扩充了原有的产品类型和业务规模，完成了北美、欧洲等境外主要售后市场销售渠道的覆盖，行业地位和综合竞争力取得较大提升。

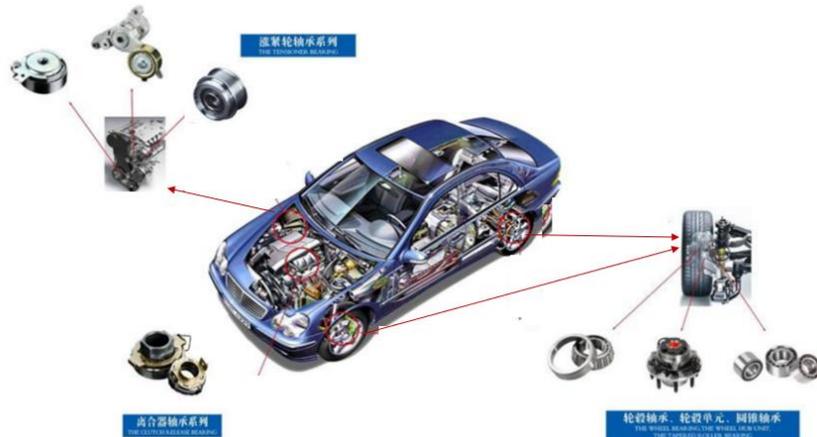
**图表 2：两次并购事件基本情况**

	优联轴承	开源轴承
成立时间	2005年6月	2004年9月
注册地址	浙江省新昌县羽林街道沿江东路1号	浙江省新昌县城关镇省级高新技术园区
收购时间	2017年	2019年
并购成果	优联轴承离合器轴承业务在细分行业内地位较高，收购前公司该项业务相对空白，因此并购优联轴承使公司优化了产品结构，2018年该项业务营收占比跃升至31.5%，2018年至今毛利率水平始终维持在30%左右，为公司毛利率最高的细分产品类别。	开源轴承的轮毂轴承单元、轮毂轴承等产品与公司为同一类产品，在市场上是直接竞争对手，但双方在客户结构方面具有较强的互补性，公司原先客户主要来自欧洲和亚洲等市场，开源轴承客户主要来自北美和欧洲等市场。

来源：招股说明书，中泰证券研究所

## 1.2 产品体系：以汽车轮毂轴承单元为主，募投项目聚焦高端系列

公司主要产品应用于汽车轮毂和汽车传动系统两个部分，可分为轮毂轴承单元、轮毂轴承、离合器、涨紧轮及惰轮轴承和圆锥轴承等 4 个系列。应用于汽车轮毂的产品，根据结构特点和集成化程度，可分为轮毂轴承单元、轮毂轴承和圆锥轴承三类，集成化程度依次降低；应用于汽车传动系统的产品，主要为离合器、涨紧轮及惰轮轴承产品。

**图表 3：公司主要产品在汽车中的应用位置**


来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 4：公司主要产品矩阵

产品类型	2022年营收占比	产品细分	产品图示	产品介绍
轮毂轴承单元	44.40%	第二代轮毂轴承单元		第二代是第一代的升级版、集成版，二代产品外圈集成安装法兰，将轮毂轴承外圈与悬架或者刹车盘相配合的部件制成一体，结构更简单，部件更少，重量更轻，刚性更好，安装更方便，同时由于集成化的原因，产品使用时安装精确度也会大大增加
		第三代轮毂轴承单元		第三代是第二代的升级版、集成版，三代产品内外圈都集成法兰，可直接通过螺栓连接于悬架、安装到刹车盘和轮毂上，产品安装的便捷度和精确度也有所提升。同时多数产品集成有内置轮速传感器部件，使产品结构更加紧凑，实现了产品的轻量化、机电一体化
轮毂轴承	26.60%	第一代轮毂轴承（锥）		轮毂轴承可分为两类，第一代轮毂轴承（锥）的内置滚动体为圆锥体，第一代轮毂轴承（球）的内置体为滚珠两种轮毂轴承性能略有不同，第一代轮毂轴承（锥）是点接触，承受载荷较小，但是转速比较高；第一代轮毂轴承（球）是线接触，承载能力强，但是转速相对低一些
		第一代轮毂轴承（球）		
圆锥轴承	11.20%	单列圆锥轴承		公司所有圆锥产品系列通过优化设计，将安装尺寸进行系列标准化，使产品在世界范围内可以通用互换。
		双列圆锥轴承		
离合器、涨紧轮及惰轮轴承	16.30%	离合器分离轴承		离合器分离轴承安装于离合器和变速器之间，其主要功能是通过轴承轴向移动，实现汽车发动机与传动系统之间的结合或断开，从而使汽车平稳起步、换挡、停车，并对汽车传动系统负载起保护作用
		涨紧轮及惰轮轴承		涨紧轮是用于汽车传动系统的皮带涨紧装置，主要由滚动轴承、固定支架、扭簧、轴套等零件组成，通过把皮带涨紧，减小它们运动过程中的震动和能量损失；惰轮主要是辅助涨紧轮张紧皮带，改变皮带方向，增加皮带和带轮包容角，可增加皮带运行的稳定性和摩擦力

来源：招股说明书，中泰证券研究所

**IPO 募投项目聚焦高端汽车轴承，有望加快公司产量提升。**2023 年公司 IPO 募集资金主要用于建设年产 629 万套高端汽车轴承技术改造扩产项目及技术研发中心升级项目。2020-2022 年公司的综合产能利用率（总自产产量/总产能）分别为 84.13%、91.58%和 82.88%，生产相对饱和。目前公司募集资金充足，有望在原定的 2 年建设期内达产，加快助力公司产能提升。

图表 5: IPO 募投项目及新增产能情况

序号	IPO募投项目			
1	年产629万套高端汽车轴承技术改造扩产项目			
2	斯菱股份技术研发中心升级项目			
3	补充流动资金			

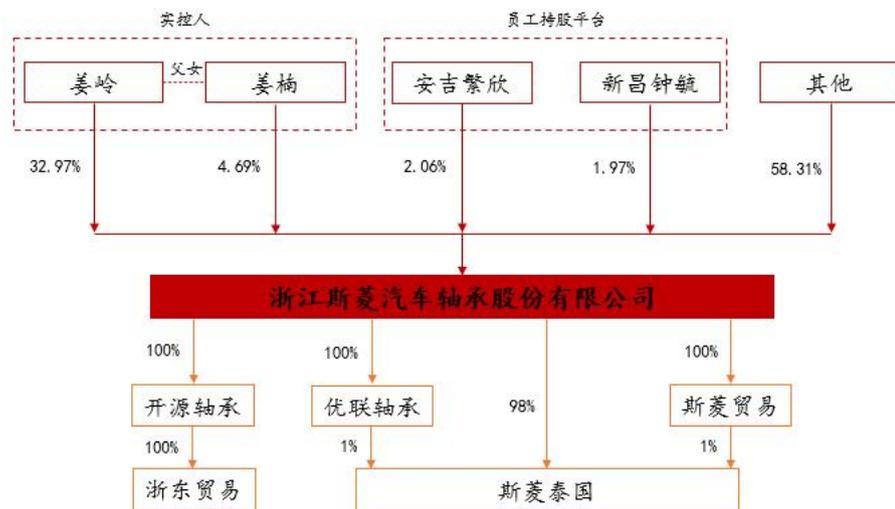
序号	产品名称	2022年产能(万套)	新增产能(万套)	新增比例
1	第三代轮毂单元	174.02	120	68.96%
2	智能重卡轮毂单元	49.34	60	121.61%
3	轮毂轴承	1,014.21	230	22.68%
4	乘用车圆锥轴承	444.02	219	49.32%

来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

### 1.3 股权结构: 实控人持股比例较高, 员工股权激励充分

公司股权相对集中, 充分保障决策效率。公司实际控制人为姜岭、姜楠(二人为父女关系), 截至 2023 年 9 月 30 日, 二人合计持股比例为 37.66%。公司在 2017 年、2019 年并购优联轴承和开源轴承时均存在以股份支付对价, 截至 2023 年 9 月, 优联轴承和开源轴承的原股东合计持股比例为 20.4%。目前原股东仅张一民仍在公司担任主要岗位董事外, 其持股比例为 10.8%, 其余原股东于并购完成后均不参与公司管理。总的来说, 公司自成立以来始终保持了实控人对公司的控制权, 股权结构清晰且相对集中。

图表 6: 股权结构图(截至 2023 年 9 月)



来源: wind, 中泰证券研究所

股权激励覆盖面较广, 有利于公司经营稳定性。公司先后两次进行股权激励, 并充分覆盖核心人员: ①2018 年 4 月, 公司第一次进行股权激励, 公司直接向 14 名员工发行 312 万股股票, 并设立员工持股平台新昌钟毓, 由 24

名员工出资向原股东购买 216.48 万股公司股票；②2020 年 9 月，公司第二次进行股权激励，由 30 名员工出资设立安吉繁欣，认购 227 万股股权激励股票。截至 2023 年 9 月，公司董事、监事、高级管理人员、其他核心人员等合计持股比例为 17.6%。

**图表 7：主要员工持股情况（截至 2023 年 9 月）**

姓名	现任公司职务/亲属关系	直接持股		间接持股		合计持股	
		持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
张一民	董事	1,192.0	14.5	-	-	1,192.0	14.5
刘丹	董事、副总经理、核心技术人员	-	-	30.0	0.4	30.0	0.4
梁汉洋	监事会主席	35.0	0.4	-	-	35.0	0.4
赵静	职工代表监事	15.0	0.2	5.0	0.1	20.0	0.2
杨顺捷	监事	30.0	0.4	-	-	30.0	0.4
李留勇	监事、核心技术人员	15.0	0.2	-	-	15.0	0.2
左传伟	职工代表监事	-	-	10.0	0.1	10.0	0.1
王健	副总经理、核心技术人员	5.8	0.1	42.0	0.5	47.8	0.6
徐元英	财务总监	18.0	0.2	-	-	18.0	0.2
安娜	副总经理、董事会秘书	25.0	0.3	17.0	0.2	42.0	0.5
王海英	营销中心二部副经理、刘丹的配偶	-	-	10.0	0.1	10.0	0.1
合计		1,335.8	16.2	114.0	1.4	1,449.8	17.6

来源：招股说明书，中泰证券研究所

## 1.4 经营情况：业绩稳健增长，盈利能力持续改善

公司营收规模稳健增长，归母净利润增速突出。2013-2022 年，公司营收规模由 1.2 亿元增长至 7.5 亿元，CAGR=23.0%，归母净利润由 0.02 亿元增长至 1.2 亿元，CAGR=59.5%。

**营收端：**2017 年、2020 年公司营收增幅明显，主要原因系：①2017 年公司将被并购标的优联轴承全年营收 6902 万元纳入报表，我们测算剔除后公司当年营收增速约为 54.1%，同样实现了较多增长；②2019-2020 年公司将被并购标的开源轴承全年营收入纳入报表，显著提升了公司的营收规模。

**利润端：**2017-2018 年、2020-2021 年公司归母净利润增速较高，主要原因系：①2017 年利润端增速较高原因同营收端一致，2018 年归母净利润增速较高受益于并购后对优联轴承及公司本身厂房、土地和设备的整合，从而实现资产处置收益 2271.1 万元，相对而言扣非后净利润增速基本同营收端趋势一致；②2020 年利润段增速较高原因同营收端一致；③2021 年利润端增速显著高于营收端的原因在于规模效应之下公司期间费用率得到显著降低，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率合计由上年的 14.9% 下降至 10.7%。

**图表 8：2013 年-2023Q3 公司营业收入情况**
**图表 9：2013 年-2023Q3 公司归母净利润情况**



来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

**分产品看营收情况:** 轮毂轴承单元是公司最重要的营收来源, 近年来保持稳健增长。2022年, 公司四大产品轮毂轴承单元、轮毂轴承、离合器/涨紧轮及惰轮轴承、圆锥轴承营收占比分别为 44.4%、26.6%、16.3%、11.2%。自 2019 年并购开源轴承(其原先主营业务为轮毂轴承单元)以来, 公司轮毂轴承单元成为公司最重要的营收来源, 2020-2022 年, 占全部营收的比重分别为 40.6%、40.9%及 44.4%。

图表 10: 2013-2022 年分产品营收情况 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 2013-2022 年分产品营收占比情况 (%)

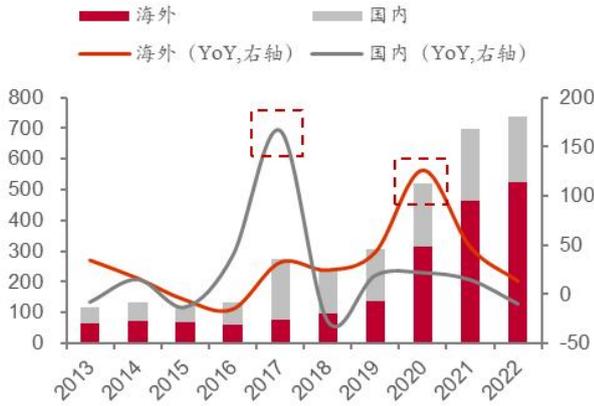


来源: wind, 中泰证券研究所

**分地域看营收情况:** 海外地区是公司主要的营收来源, 近年来海外收入占比不断提升。2022年, 公司海外、国内的营收占比分别为 71.1%、28.9%。自 2019 年公司并购开源轴承拓展了海外销售渠道后, 公司 2020 年海外营收占比突破 50%, 并在 2020-2022 年保持相对较高增速, 分别为 126%、47.9%及 13.3%。同期, 国内营收增速分别为 22%、14.8%及-9.6%。从产品营收结构及地域营收结构的变化来看, 公司在并购开源轴承后取得了显著的协同效应, 实现了“强强联合”。

图表 12: 2013-2022 年公司海内外营收 (百万元)

图表 13: 2013-2022 年公司海内外营收占比 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

利润率稳步增长，轮毂轴承单元毛利率水平显著优化。2013-2022 年公司整体毛利率水平/净利率水平均得到稳定提升，毛利率由 16.4% 提升至 26.2%，归母净利率由 1.6% 提升至 16.3%。其中，2018 年归母净利率较高主要原因系：收购优联轴承由于对厂房、土地及设备的整合而获得资产处置收益。分细分产品来看，离合器/涨紧轮及惰轮轴承毛利率水平最高，基本在 30% 以上；轮毂轴承单元毛利率水平提升显著，由 2018 年 13.9% 提升至 2022 年的 26.8%。

图表 14: 2013-2023Q3 公司毛利率/净利率 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 15: 2013-2022 年公司分产品毛利率 (%)

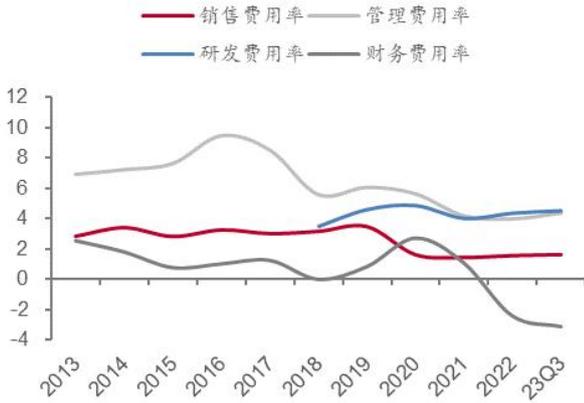


来源: wind, 中泰证券研究所

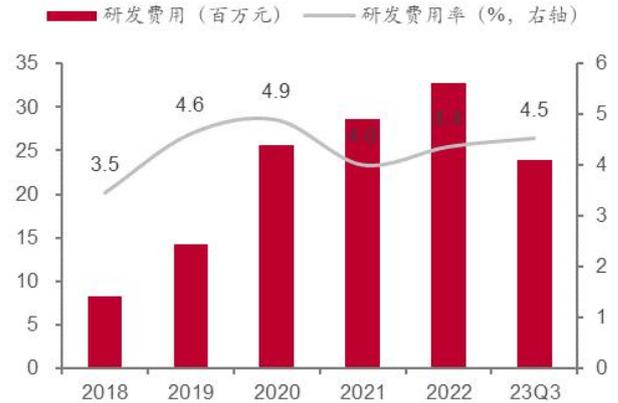
期间费用管控良好，研发投入持续提升。规模效应下 2021 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率合计值明显降低，随后基本维持在 10% 左右。2020-2023Q3，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率合计分别为 12.1%、9.6%、9.9% 及 10.5%。近年来，公司注重研发投入，2021 年以来研发费用率持续小幅上涨，2021 年-2023 年 Q3 公司研发费用率分别为 4.9%、4.0%、4.2% 及 4.5%。由于公司海外业务占比较高，受人民币汇率波动影响公司财务费用波动较大，2020-2023 年 Q3 公司财务费用率分别为 2.7%、1.1%、-2.4% 及 -3.1%。

图表 16: 2013 年-2023Q3 期间费用率情况 (%)

图表 17: 2018 年-2023Q3 研发费用情况



来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

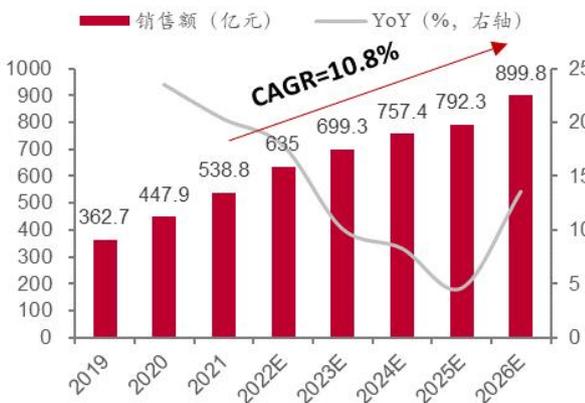
## 2、行业层面：汽车后市场空间广阔，欧美地区市场结构稳定

### 2.1 全球汽车轮毂轴承单元市场规模超 500 亿元

汽车后市场空间广阔，以汽车轮毂单元为例，全球规模超 500 亿元。按照终端市场类型划分，全球汽车轮毂市场主要分为 OEM 市场和售后市场两大类。根据弗若斯特沙利文最新研究，2021 年度全球汽车轮毂单元后市场的市场规模约 538.8 亿元，预计 2022-2026 年以 10.8% 的年复合增速增长，到 2026 年规模达到 899.8 亿元。

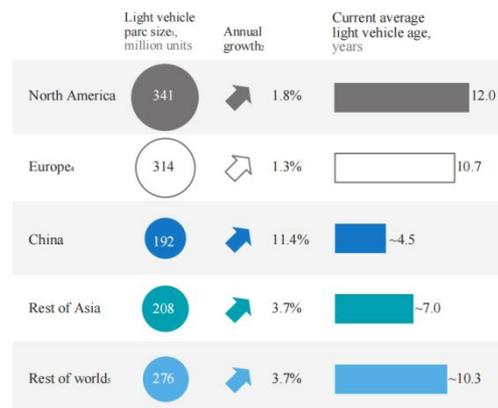
汽车后市场需求与汽车保有量及车龄紧密相关，欧美市场相对成熟。根据麦肯锡咨询 2018 年发布的《THE AUTOMOTIVE AFTERMARKET IN2030》，由于欧美地区汽车保有量较大且平均车龄较大，市场规模约占全球 60%，汽车后市场相对成熟。

图表 18: 全球汽车轮毂单元后市场规模情况



来源: 弗若斯特沙利文, 中泰证券研究所

图表 19: 2017 年全球主要地区汽车保有量及平均车龄情况

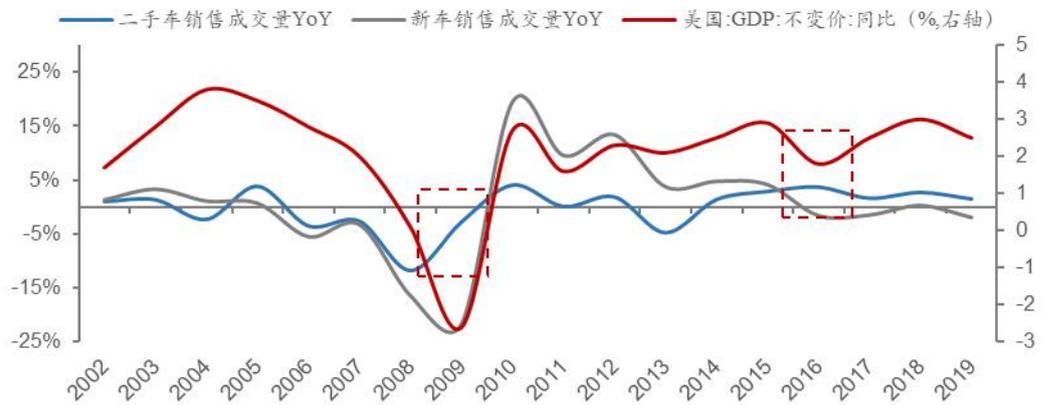


来源: 麦肯锡咨询, 中泰证券研究所

汽车后市场具备逆周期、增长稳的重要特征。OEM (整车配套) 市场的需求

主要来自于新车销售，一般而言新车销量主要与经济周期相关，经济扩张期，新车销量增速加快，经济衰退期情况则相反。而在经济衰退期由于“消费降级”驱动二手车交易增加及延迟更换汽车的需求，导致在使用车辆的平均年龄增加，旧车维修需求量反而增加。以美国汽车市场为例，在2008-2009、2016年，美国新车销售受到经济波动冲击出现明显下滑，但整体二手车销量相对平稳。从整体市场规模来看，2015-2019年美国汽车后市场一直保持着约4%左右的年增长率；2020年受疫情影响增长率有所下降，2021年增长高达11.2%，创历史最高纪录。根据Auto Care Association预测，2022-2024年美国汽车后市场将依旧保持4%以上的年增长率。总的来说，相比整车配套市场，汽车后市场规模增速受经济波动冲击的影响更小，且增长相对稳健。

**图表 20：美国新车/二手车销售情况**



来源：wind，中泰证券研究所

**图表 21：美国汽车后市场增长情况**



来源：Auto Care Association，中泰证券研究所

**汽车后市场市场结构复杂。**横向看，汽车后市场价值链可分为获授权经销商渠道、独立的后市场供应商渠道（IAM）两个渠道。相比获授权经销商，拥有强大供应链能力并能够以更具吸引力的价格提供正品及高质量的汽车产品和服务的IAM，更受到车主的青睐。另一方面汽车是否处于保修期是影响车

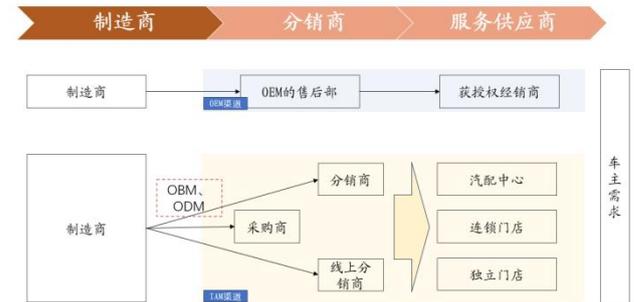
主选择获授权经销商或 IAM 门店的关键因素之一。OEM 提供的保修期一般为新乘用车出售后三年，之后，为获得位置便捷且经济实惠的服务，车主更有可能选择 IAM 门店。上下游关系上，市场结构大体可分为制造商（负责零部件的生产、制造）偏向传统制造业模式；分销商（负责产品选型、目录构建、渠道构建、商品流通）偏向服务；以及最终的服务商（实际落地客户需求）三大类。制造商大致按照两大价值链可分为两大类：第一类，产品直接供应整车制造商售后部门；第二类，则主要通过 IAM 渠道，或以独立品牌（OBM）向下游渠道销售，或贴牌为其他贸易商/分销商/独立品牌商/连锁店品牌（ODM）生产制造。

**图表 22：获授权经销商与 IAM 门店对比**

	获授权经销商	传统的IAM门店
定义	获OEM授权的汽车经销商为车主/买家提供新车及二手车相关的4S服务（即销售、服务、配件及反馈）	独立于OEM的汽车服务供应商，提供各种汽车服务，包括汽车维修及保养、汽车清洁及汽车美容服务，以及配件安装
产品及服务	涵盖全面的汽车服务，包括质保索赔及保险索赔；单个获授权经销商可能仅专门服务于部分OEM汽车品牌	为各种汽车品牌及车型的车主提供汽车服务，并且往往有更多的SKU
服务质量及价格	由受过培训的合格技师提供更好的服务体验，价格相对较高	服务标准化程度相对较低，价格较合理
覆盖范围	门店密度较低，通常位于郊区	门店密度较高，覆盖城市及郊区，广泛分布于全国各地

来源：灼识咨询，中泰证券研究所

**图表 23：汽车服务业价值链**

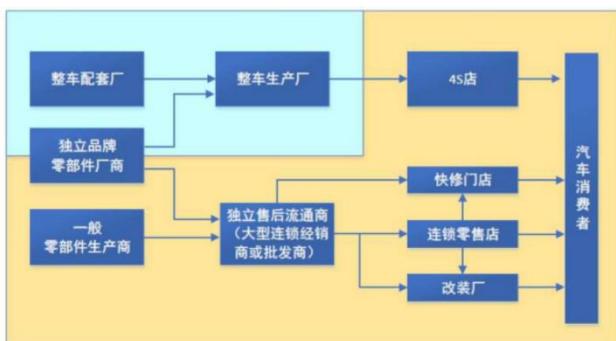


来源：灼识咨询，中泰证券研究所

## 2.2 成熟市场下游行业格局相对集中，且普遍采用全球采购策略

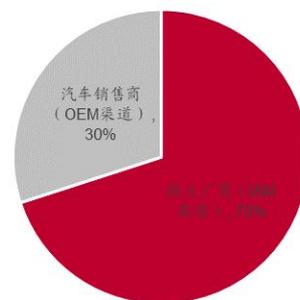
美国汽车后市场市场相对成熟，以独立售后体系为主导。汽车工业发展早期，配套和售后的零部件供应均附属于整车厂，售后维修与整车销售一体化。20世纪90年代以后，以欧美发达国家为发端，汽车零部件售后市场快速与整车销售分离，向着以社会独立售后体系为主导的模式转型，并蓬勃发展。目前在美国汽车维修领域，70%业务是由独立汽车后市场渠道来完成，30%业务在汽车销售商渠道进行。

**图表 24：美国汽车后市场结构**



来源：兆丰股份招股说明书，中泰证券研究所

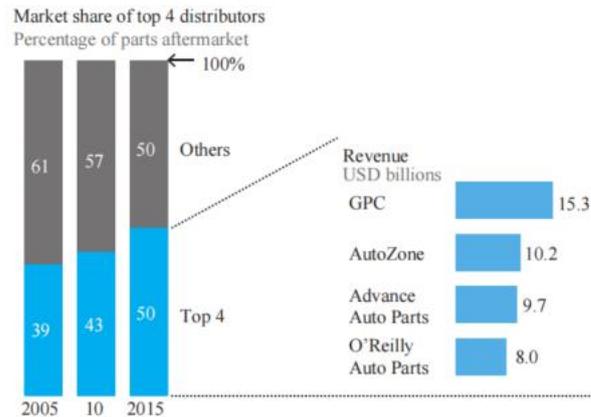
**图表 25：美国汽车后市场服务商结构**



来源：AC汽车，中泰证券研究所

美国独立售后体系中，终端服务商市场集中度较高。美国独立售后体系主要包括独立品牌零部件厂商（偏制造端）和终端连锁（偏服务端）。这些独立厂商通过整合上下游促进分销渠道扁平化，并具备完备的质量保障体系和供应链管理能力和，从而建立较高的行业壁垒。在终端连锁领域，行业格局相对集中。根据麦肯锡报告，2015年美国四大汽配连锁（Auto Zone、O'Reilly、NAPA和Advanced Auto Parts）占据了美国IAM渠道近50%的份额。

**图表 26：美国四大连锁在独立售后体系的市占率情况**



来源：麦肯锡报告，中泰证券研究所

**美国四大汽配连锁品牌业绩持续增长：**

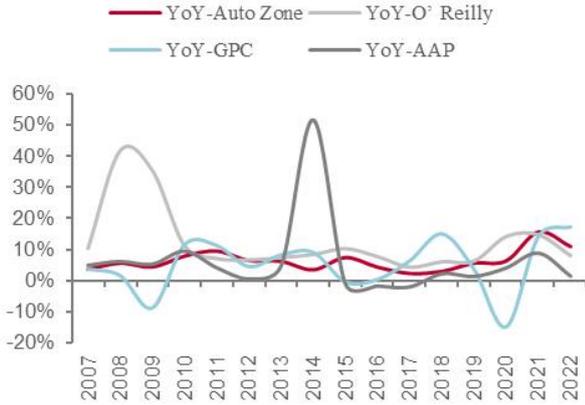
**营收方面**，2007-2022年，美国四大汽配连锁的营收基本处于逐年增长状态。2020-2022年，Auto Zone和O'Reilly连续三年保持增长；Genuine Parts(NAPA)和Advance Auto Parts的营收偶有波动，但最终在2022年稳定下来，体现了疫情冲击之下四大汽配连锁强大的业务抗风险能力。

**净利润方面**，四家企业全部盈利。其中，AutoZone和O'Reilly盈利能力突出，2007-2022年净利润率由不到10%提升至15%左右。其他两家基本保持在5%左右，仅2020年GPC净利润率出现负值，体现了四大汽配连锁品牌相对稳定的盈利能力。

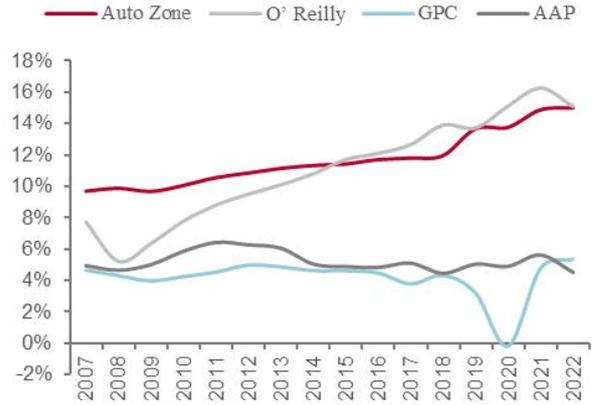
**线下网点数量上**，四大汽配连锁的门店数量均处于5000家以上。这些门店概念类似于国内的便利店，只不过店内销售的产品是配件和汽车用品，车主可自行前往购买，员工也会提供相应的技术指导。四大汽配连锁发展至今，虽然已经处于相对稳定状态，但门店扩张依然是每年的主要战略之一。

**图表 27：美国四大汽配连锁营收增速情况**

**图表 28：美国四大汽配连锁净利润率情况**



来源: wind, 中泰证券研究所; 注: Auto Zone 年度区间为上年 8 月底-当年 8 月底

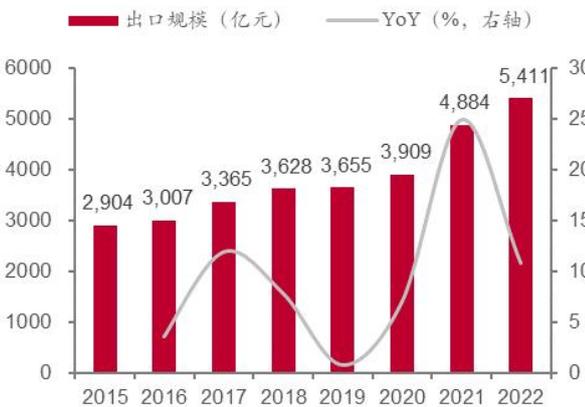


来源: wind, 中泰证券研究所

**美国汽配连锁品牌普遍采用全球化采购策略。**汽配连锁不生产配件，向上游零配件制造商采购，且普遍实施全球采购策略。以 Auto Zone 为例，在中国上、印度和土耳其均设有办事处以支持全球采购，2022 年约 16% 为直接进口，同时 Auto Zone 的许多本土供应商也广泛从全球进口产品或产品组件。

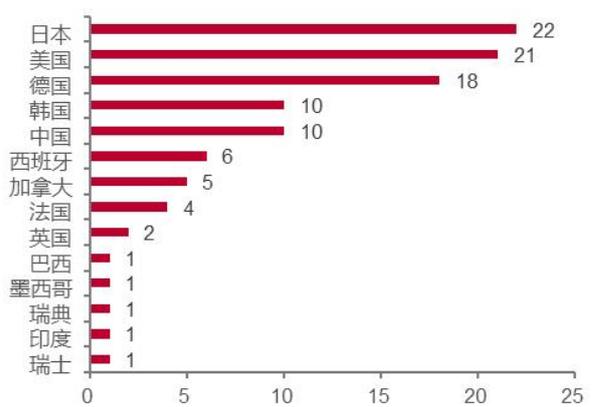
**服务于国际化市场的汽车零部件制造商有望获得发展机遇。**美国汽配连锁品牌以及美国著名的汽车零部件的制造商包括德尔福、斯凯孚、德科、伊顿、辉门、德纳、盖茨等，从中国进口大量售后市场零配件。从总量看，2022 年我国汽车零部件出口金额是 5411 亿元，相比去年同期增长 10.8%。同时，2022 年全球汽车零部件供应商百强中我国拥有 10 家并列位居第四。总的来看，我国汽车零部件产业在全球供应链的地位正逐步得到国际市场的认可。

图表 29: 中国汽车零部件出口情况



来源: 海关总署, 中泰证券研究所

图表 30: 2022 年全球汽车零部件供应商百强分布



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

### 3、公司层面：多重优势打造后市场行业护城河，新业务拓展可期

### 3.1 产品+客户+全球化战略，三重优势助力汽车后市场稳扎稳打

深耕汽车轴承售后市场多年，多重优势构筑行业护城河。公司自 2004 年成立之初，主要业务即面向海外汽车轴承售后市场，在售后市场领域，产品型号覆盖率为各大供应商的核心竞争力之一。经过多年发展，公司在生产及销售方面取得了长足进步，构筑了较高的行业护城河。

#### 产品力上：

**公司具备产品体系优势。**截至 2023 年 5 月，公司产品总共 4 大类产品，型号多达 5,700 余种，其中轮毂轴承型号 800 余种，轮毂轴承单元型号 2,900 余种，圆锥轴承型号 1,000 余种，离合器、涨紧轮及惰轮轴承型号 1,000 余种。同业对比来看，2022 年，兆丰股份拥有 5000 余种，雷迪克日常生产流转的则超过 3000 余种，公司在数量上具备优势。同时，公司每年都持续稳定地开发出上百种新的产品型号，完善的产品体系可以满足不同客户的差异化需求，为维护 and 开拓新市场、新客户 provide 强有力的支撑。

**汽车轮毂轴承单元业务实力突出。**2010 年，公司开发并生产了第二代、第三代轮毂轴承单元，开发时间上较早。目前，市场规模居于前列，2020 年度，在主供售后市场的厂家中，公司轮毂轴承单元产品的销售额排名前三。产能上，截至 2022 年，公司轮毂轴承单元为 290 万套，IPO 募投项目拟新建 120 万套第三代轮毂单元和 60 万套智能重卡轮毂单元，有望增强公司在汽车轮毂轴承单元领域的市场竞争力。

**注重柔性化生产能力，有助保持产品体系优势。**技术层面上，截至 2022 年末，公司所具备的 16 项核心技术均应用于柔性生产线，并在“套圈成型磨削、专利密封件设计、加工中心多工位加工、轮毂单元端跳检测、铆合工艺”等多个生产环节上都积累了丰富的技术成果。突出的柔性化生产能力，是公司保持产品体系优势的重要保障。

**图表 31：公司核心技术基本情况**

序号	核心技术名称	应用场景
1	法兰盘双滚道的轮毂轴承单元	柔性生产线研发
		轮毂单元端跳检测
2	内置开口止动环的轴承单元	套圈成型磨削
		柔性生产线研发
3	轮毂单元壳式传感器安装压模	套圈成型磨削
		柔性生产线研发
4	集成性汽车轮毂轴承	加工中心多工位加工
		柔性生产线研发
5	新型密封槽锁扣结构的汽车轮毂轴承	套圈成型磨削
		柔性生产线研发
6	高效的轴承内沟道融脂装置	专利密封件设计
		柔性生产线研发
7	带锁扣环的轮毂轴承	柔性生产线研发
		加工中心多工位加工
8	内置碟形弹簧轴承的检测机	套圈成型磨削
		柔性生产线研发
9	具备快速测试功能的轴承转速检测装置	柔性生产线研发
		柔性生产线研发
10	调心轴承游隙的检测装置	柔性生产线研发
		柔性生产线研发
11	加圆型的离合器轴承	柔性生产线研发
		柔性生产线研发
12	产品高度检测机	柔性生产线研发
		柔性生产线研发
13	自动双面压盖机	柔性生产线研发
		柔性生产线研发
14	自动张紧轮轴承上结构改进的轴套	柔性生产线研发
		铆合工艺
15	锁扣式的单列圆锥滚子轴承	柔性生产线研发
		专利密封件设计
16	多重密封的单列圆锥滚子轴承	柔性生产线研发
		专利密封件设计

来源：公司公告，中泰证券研究所

### 客户情况上：

下游客户稳定性强，实现全球全渠道布局。2006年起，公司开始通过积极参加全球大型汽配展会直接对接境外客户，实现了销售模式从依赖贸易商的单一化向多元化转型发展。截至2022年末，公司主营业务收入按客户结构分类来看，通过独立品牌商+终端连锁的营收比重占比达46.8%，独立品牌商主要客户如辉门、GATES、GMB、WJB、FEBI等，终端连锁主要客户如NAPA等。销售渠道上，公司实现对北美、欧洲、亚洲等境外主要售后市场覆盖的同时，聚焦成熟的欧美市场，营收占比超过80%。

**图表 32：2020-2022 年公司主营业务收入按客户结构分类情况**
**图表 33：2020-2022 年公司境外销售分区域营收情况**

项目	2022年度		2021年度		2020年度	
	销售金额 (万元)	占比 (%)	销售金额 (万元)	占比 (%)	销售金额 (万元)	占比 (%)
贸易商	31,608.2	42.8	25,894.3	37.0	23,801.5	45.9
独立品牌商	28,378.0	38.4	25,177.6	36.0	17,306.9	33.4
终端连锁	6,189.3	8.4	8,130.8	11.6	3,639.1	7.0
生产型企业	7,701.1	10.4	10,749.3	15.4	7,153.8	13.8
合计	73,876.6	100.0	69,952.1	100.0	51,901.3	100.0

来源：招股说明书，中泰证券研究所

境外销售 区域	2022年度		2021年度		2020年度	
	销售金额 (万元)	占比 (%)	销售金额 (万元)	占比 (%)	销售金额 (万元)	占比 (%)
北美洲	23,699.2	45.1	20,214.7	43.6	13,965.7	44.5
欧洲	21,206.6	40.4	20,362.3	43.9	11,890.2	37.9
亚洲	6,002.1	11.4	4,641.1	10.0	4,275.4	13.6
其他	1,643.9	3.1	1,153.3	2.5	1,221.3	3.9
合计	52,551.8	100.0	46,371.4	100.0	31,352.7	100.0

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 34：2020-2022 年公司前 5 大客户情况**

序号	客户名称	销售金额 (万元)	占营业收入比例 (%)
2022年度			
1	BOSDA	11,615.1	15.5
2	辉门	7,610.4	10.2
3	NAPA	5,770.8	7.7
4	捷领 (上海) 传动科技有限公司	3,351.8	4.5
5	Optimal Automotive GmbH	2,939.6	3.9
	合计	31,287.7	41.7
2021年度			
1	BOSDA	8,608.4	12.0
2	NAPA	7,752.8	10.9
3	辉门	6,450.4	9.0
4	Optimal Automotive GmbH	3,155.6	4.4
5	KNOTT	3,032.9	4.2
	合计	29,000.0	40.6
2020年度			
1	BOSDA	6,793.2	12.9
2	辉门	5,228.9	10.0
3	捷领 (上海) 传动科技有限公司	3,670.5	7.0
4	NAPA	3,226.8	6.1
5	KNOTT	2,102.6	4.0
	合计	21,022.0	40.0

来源：招股说明书，中泰证券研究所

**积极推进国际化布局。**2019年，子公司斯菱泰国成立，为公司的全资控股孙公司，随后公司出口美国的产品主要通过斯菱泰国进行生产和销售。2022年公司向美国市场销售金额按原产地划分，由斯菱泰国生产及销售的比重为87.9%。未来公司出口美国的产品将主要通过斯菱泰国进行生产和销售，有助于缓释大国博弈带来的负面影响。

**图表 35：2020-2022 年公司向美国市场销售金额按原产地划分情况**

原产地	2022年度		2021年度		2020年度	
	销售金额 (万元)	占比 (%)	销售金额 (万元)	占比 (%)	销售金额 (万元)	占比 (%)
泰国	11,735.1	87.9	9,387.2	74.4	1,407.7	18.2
中国	1,615.1	12.1	3,233.4	25.6	6,341.6	81.8
合计	13,350.2	100.0	12,620.6	100.0	7,749.3	100.0

来源：公司公告，中泰证券研究所

### 3.2 前装市场协同发展，新能源车轴承大有可为

当前国产汽车轴承发展拥有两大有利背景：全球汽车产销重心转向国内，国产新能源车强势成长。供应链灵活性及自主性要求下，国产零部件供货在降低运输成本、缩短供货周期、提高协同能力等方面具有显著优势。整车企业正将更多的本土零部件供应商纳入配套体系，为国产轴承市场带来空间。

另一方面，国内汽车轴承行业经过多年发展其产品体系广泛，具备一定的技术积累。同时，新能源车轴承作为新兴领域，行业格局尚未稳定。国内厂商积极布局且已有部分厂商具备驱动电机、轮毂等全系列轴承的生产能力，有望打破传统燃油车领域以海外品牌为主导的竞争格局。

公司积极与整车厂及整车厂供应商开展合作，并已成功开发出多款新车型适用的汽车轮毂轴承产品。目前，公司已和福田汽车、奇瑞汽车、一汽大众和上汽大通等主机客户建立交流与合作，并在积极与更多整车厂直接建立长期稳定的合作关系。进入主机配套市场的供应链，不仅能进一步提高企业的研发和生产能力，也有利于提升品牌形象、促进售后市场业务的开展。未来，公司在继续深耕汽车轴承售后市场的同时，将会积极拓展主机配套市场业务，与售后市场业务进行协同。

**图表 36：公司与整车厂及整车厂供应商共同研发的项目情况**

适用车型	车辆类别	目前进展
长安EX06	新能源车	试样阶段
福田重卡系列	燃油车	试样阶段
瑞虎八/星途	燃油车	试样阶段
福田智蓝新能源轻卡系列	新能源车	试样阶段
福田图雅诺新能源系列	新能源车	小批量试制
Grenadier越野SUV	燃油车	小批量试制
北汽新能源	新能源车	大批量生产
五征新能源	新能源车	大批量生产
华晨新日新能源	新能源车	大批量生产
比亚迪新能源	新能源车	大批量生产
福田图雅诺系列	燃油车	大批量生产
福田风景系列	燃油车	大批量生产
福田轻卡系列	燃油车	大批量生产
南京依维柯/金龙客车	燃油车	大批量生产
荣威系列	燃油车	大批量生产
标致405	燃油车	大批量生产
标致206	燃油车	大批量生产
KNOTT	拖车	大批量生产
SPP	拖车	大批量生产
LADA	燃油车	大批量生产

来源：公司公告，中泰证券研究所

**积极推动新能源汽车轮毂轴承的开发，储备开发新能源车售后产品。**公司与国内品牌整车厂共同研发了新能源汽车轮毂轴承系列产品，例如公司生产的用于比亚迪新能源汽车、北汽新能源汽车、华晨新日新能源汽车的产品已进行批量生产，公司研发的用于长安新能源汽车的产品已进入试样阶段。同时，公司对于已经上市的新能源汽车型号的售后产品进行了储备开发，目前产品已涵盖了特斯拉的 Model 3、Model S、Model X 以及 Model Y 四大车系，并包含了包括比亚迪、北京汽车、华晨新日、长安汽车等知名主机厂新能源汽车的主流车型。未来公司的主要产品将不断渗透至新能源汽车高端售后市场及主机配套市场，促进新旧产业融合，有望为公司提供另一创新成长级。

**图表 37：公司已开发完成的新能源汽车相关产品型号数量（截至 2022 年末）**

序号	适用新能源汽车品牌	已完成开发型号数量	报告期内实现销售的型号数量
1	福特新能源	13	13
2	现代新能源	10	10
3	本田新能源	7	7
4	特斯拉	5	2
5	比亚迪新能源	2	1
6	丰田新能源	2	2
7	道奇新能源	2	2
8	马自达新能源	2	2
9	尼桑新能源	2	2
10	奔驰新能源	1	1
11	奇瑞新能源	1	1
12	雷克萨斯新能源	1	1
13	别克新能源	1	1
14	北汽新能源	1	1
15	华晨新日	1	1
16	吉普新能源	1	1
17	五征新能源	1	1
18	长安新能源	1	0
19	福田新能源	2	0
合计		56	49

来源：公司公告，中泰证券研究所

#### 4、盈利预测与投资建议

公司深耕汽车轴承售后市场多年，具备多重优势构筑行业护城河。随着 IPO 募投项目逐步投产，公司产品型号数量有望获得显著提升，从而增强市场竞争力。同时，公司在深耕汽车轴承售后市场的同时，积极参与汽车前装市场，并不断扩大在新能源汽车领域的应用，新业务拓展可期。

根据往年情况及最新一期毛利率情况我们合理预测，

**汽车轮毂轴承单元：** IPO 募投项目聚焦点，公司未来重点布局方向之一。我们假设，2023-2025 年该项业务营业收入分别实现同比增长 8.0%、30.0%和 40.0%；同时，毛利率水平受益于规模效应逐步小幅提升，分别为 33.0%、34.0%、35.0%。

**汽车轮毂轴承：** 主要为第一代汽车轮毂轴承，集成化水平相对较低。结合近两年来营收增速，我们假设，2023-2025 年，该项业务营业收入分别实现同比增长-5.0%、8.0%和 8.0%，毛利率水平平均为 26.0%。

**离合器、涨紧轮及惰轮轴承：** IPO 募投项目对该类业务产能规划较少，我们假设，2023-2025 年公司该项营业收入分别实现同比增长 8.0%、15.0%和 15.0%；毛利率方面，但由于该细分赛道新进入者有限，因此毛利率水平有望维持乃至小幅提高。因此，我们假设该项业务毛利率水平基本维持在

36.0%、37.0%、37.0%。

因此，2023-2025 年我们预计公司营业总收入实现同比增长 3.7%、19.6%和 25.4%。其他财务相关数据根据往年情况及最新一期公司公告合理预测，公司销售费用率、管理费用率预计小幅降低，研发费用率小幅提升，2023-2025 年，公司销售费用率分别为 1.7%、1.7%、1.7%，管理费用率分别为 4.6%、4.6%、4.6%，研发费用率分别为 4.8%、5.0%、5.3%。

我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 1.5/1.8/2.3 亿元，按照最新收盘价，对应 PE 分别为 34/27/21 倍。在汽车轴承售后市场领域，我们选取主营业务类似的雷迪克/兆丰股份/冠盛股份作为可比公司进行比较，公司估值水平相对较高。对此我们主要考虑到公司未来业务拓展的潜力，因此适当给予公司估值一定的溢价空间，首次覆盖给予“增持”评级。

**图表 38：2019-2025E 业务拆分及预测表（单位：百万元）**

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	310.1	525.4	714.7	749.7	777.5	930.0	1,166.6
YoY	29.0%	69.4%	36.0%	4.9%	3.7%	19.6%	25.4%
营业总成本	235.8	394.1	533.8	553.4	531.0	627.5	778.0
YoY	23.4%	67.1%	35.5%	3.7%	-4.0%	18.2%	24.0%
毛利率	24.0%	25.0%	25.3%	26.2%	31.7%	32.5%	33.3%
<b>轮毂轴承单元</b>							
收入	60.9	213.1	292.3	332.8	359.4	467.2	654.1
YoY	54.6%	249.8%	37.1%	13.9%	8.0%	30.0%	40.0%
成本	48.6	163.0	218.7	243.7	240.8	308.4	425.2
毛利率	20.2%	23.5%	25.2%	26.8%	33.0%	34.0%	35.0%
业务收入比例	19.6%	40.6%	40.9%	44.4%	46.2%	50.2%	56.1%
<b>轮毂轴承</b>							
收入	126.6	179.1	210.6	199.4	189.4	204.6	220.9
YoY	39.1%	41.5%	17.6%	-5.3%	-5.0%	8.0%	8.0%
成本	99.2	136.9	170.9	159.1	140.2	151.4	163.5
毛利率	21.6%	23.6%	18.9%	20.2%	26.0%	26.0%	26.0%
业务收入比例	40.8%	34.1%	29.5%	26.6%	24.4%	22.0%	18.9%
<b>离合器、涨紧轮及惰轮轴承</b>							
收入	81.3	78.1	113.8	122.5	132.3	152.1	174.9
YoY	7.3%	-3.9%	45.8%	7.6%	8.0%	15.0%	15.0%
成本	55.4	52.9	75.3	83.6	84.7	95.8	110.2
毛利率	31.8%	32.3%	33.8%	31.8%	36.0%	37.0%	37.0%
业务收入比例	26.2%	14.9%	15.9%	16.3%	17.0%	16.4%	15.0%
<b>圆锥轴承</b>							
收入	38.5	48.8	82.9	84.2	85.5	94.0	103.4
YoY	18.1%	26.7%	69.9%	1.6%	1.6%	10.0%	10.0%
成本	31.5	39.7	66.0	64.9	63.2	69.6	76.5
毛利率	18.1%	18.6%	20.3%	22.9%	26.0%	26.0%	26.0%
业务收入比例	12.4%	9.3%	11.6%	11.2%	11.0%	10.1%	8.9%
<b>其他业务</b>							
收入	2.9	6.4	15.2	11.0	11.0	12.1	13.3
YoY	72.9%	122.0%	138.1%	-27.7%	0.0%	10.0%	10.0%
成本	1.0	1.6	2.9	2.2	2.2	2.4	2.7
毛利率	64.5%	75.4%	81.1%	80.4%	80.0%	80.0%	80.0%
业务收入比例	0.9%	1.2%	2.1%	1.5%	1.4%	1.3%	1.1%

来源：wind，中泰证券研究所

**图表 39：可比公司估值情况**

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	PE				EPS			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300652.SZ	雷迪克	25.35	24.23	24.52	21.78	17.91	1.05	1.08	1.22	1.48
300695.SZ	兆丰股份	50.70	21.21	21.98	17.18	13.63	2.39	2.37	3.03	3.82
605088.SH	冠盛股份	21.94	13.10	12.90	10.91	8.95	1.67	1.74	1.98	2.41
	平均估值		19.52	19.80	16.62	13.49	1.70	1.73	2.08	2.57
301550.SZ	斯菱股份	45.30	40.65	34.09	27.43	21.35	1.11	1.33	1.65	2.12

来源：wind，中泰证券研究所；注：可比公司数据来自wind一致预期；截至20231226

## 5、风险提示

- 1、宏观经济环境变化风险。若国内外宏观经济环境发生变化，下游行业需求放缓，汽车轴承市场可能受到影响。
- 2、宏观政治环境变化风险。公司出口业务比重较大，若国际政治环境发生变化，公司出口业务可能受到影响。
- 3、市场竞争风险。更多本土竞争对手的加入，以及技术的不断成熟，产品可能出现一定程度的同质化，从而导致市场价格下降、行业利润缩减。
- 4、盈利预测假设不及预期的风险。
- 5、研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

### 盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	371	459	623	844	营业收入	750	777	930	1,167
应收票据	0	0	0	0	营业成本	553	531	628	778
应收账款	156	162	194	243	税金及附加	6	6	7	9
预付账款	0	4	5	6	销售费用	11	13	16	20
存货	179	172	203	251	管理费用	30	36	43	54
合同资产	0	0	0	0	研发费用	33	37	46	62
其他流动资产	21	20	24	30	财务费用	-18	-11	-14	-16
流动资产合计	728	817	1,048	1,374	信用减值损失	1	1	1	1
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-4	-4	-4	-4
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	-4	-4	-4	-4
固定资产	148	131	115	102	投资收益	-3	-3	-3	-3
在建工程	17	17	17	17	其他收益	8	2	2	2
无形资产	49	44	40	36	营业利润	133	159	197	253
其他非流动资产	9	10	10	10	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	223	202	182	164	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>950</b>	<b>1,018</b>	<b>1,229</b>	<b>1,538</b>	利润总额	133	159	197	253
短期借款	65	10	10	10	所得税	10	13	15	20
应付票据	172	155	189	231	净利润	123	146	182	233
应付账款	163	175	196	250	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	123	146	182	233
合同负债	4	5	5	7	NOPLAT	106	136	169	219
其他应付款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	1.11	1.33	1.65	2.12
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	23	28	31	38	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	429	374	432	536	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E

长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	4.9%	3.7%	19.6%	25.4%
其他非流动负债	5	5	5	5	EBIT 增长率	2.8%	27.9%	24.5%	29.6%
非流动负债合计	5	5	5	5	归母公司净利润增长率	35.2%	19.2%	24.3%	28.5%
<b>负债合计</b>	<b>434</b>	<b>380</b>	<b>438</b>	<b>542</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	516	639	792	996	毛利率	26.2%	31.7%	32.5%	33.3%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	16.3%	18.8%	19.5%	20.0%
<b>所有者权益合计</b>	<b>516</b>	<b>639</b>	<b>792</b>	<b>996</b>	ROE	23.7%	22.9%	22.9%	23.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>950</b>	<b>1,018</b>	<b>1,229</b>	<b>1,538</b>	ROIC	19.8%	22.8%	22.9%	23.6%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
单位:百万元					资产负债率	45.7%	37.3%	35.6%	35.2%
<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	债务权益比	13.9%	2.6%	2.1%	1.6%
<b>经营活动现金流</b>	235	166	185	241	流动比率	1.7	2.2	2.4	2.6
现金收益	127	157	188	235	速动比率	1.3	1.7	2.0	2.1
存货影响	51	7	-31	-49	<b>营运能力</b>				
经营性应收影响	37	-6	-29	-47	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
经营性应付影响	-6	-5	55	96	应收账款周转天数	81	74	69	67
其他影响	26	13	2	6	应付账款周转天数	117	115	107	103
<b>投资活动现金流</b>	-26	-9	-7	-7	存货周转天数	133	119	107	105
资本支出	-25	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	1.11	1.33	1.65	2.12
其他长期资产变化	-1	-9	-7	-7	每股经营现金流	2.14	1.51	1.68	2.19
<b>融资活动现金流</b>	-53	-69	-15	-13	每股净资产	4.69	5.81	7.20	9.06
借款增加	-46	-55	0	0	<b>估值比率</b>				
股利及利息支付	-4	-41	-37	-48	P/E	41	34	27	21
股东融资	0	0	0	0	P/B	10	8	6	5
其他影响	-3	27	22	35	EV/EBITDA	31	25	21	17

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。